

# 市場對希臘失耐性



國際視野

Pierre Gave  
Gavkal亞洲區研究部主管

上星期金融市場上的大新聞，是人們愈來愈擔心希臘能否為巨額財政赤字融資。希臘的財政赤字有可能上升至佔GDP的13%，這是歐盟的《馬城條約》所定上限3%的4倍有多！由於希臘的國債已經遠超過它的GDP，投資者開始擔心，希臘能否為它的財政赤字繼續融資。因此，投資者要求，希臘政府的債券必須有較高回報（孳息率）。2007年底，希臘政府債券孳息率和德國政府債券的孳息率還相差無幾。換言之，那時投資者認為希臘政府債券的風險不比德國大多少。但如今截然不同，兩者息差正激增（見圖）。

幾天前有朋友表示，希臘政府債券和德國政府債券之間的300個點子（3厘）息差，就像「溫泉關戰役」（波斯和希臘第2次戰爭中的一次著名戰役，發生於公元前480年）中的300名斯巴達戰士——這乃是希臘一條固若金湯的防線。事實證明，這較似是二次大戰時法國軍隊的「馬奇諾防線」（原以為難以攻陷的防線，結果德國軍隊只消不足一個星期，就衝潰了它）。

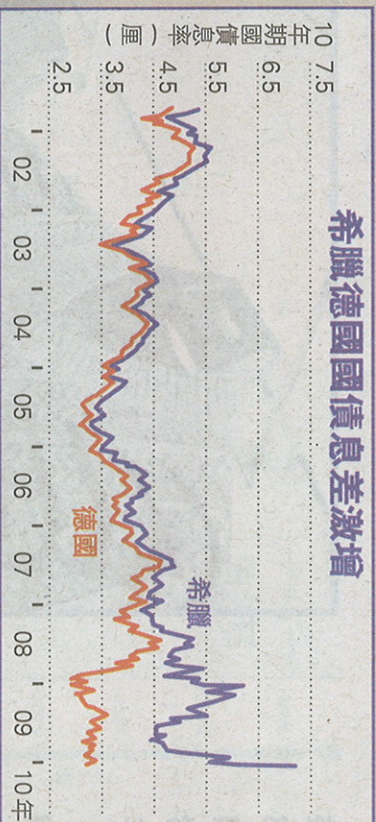
上週國債賣得好 因憧憬中國入局

然而，現時債券市場上的鬥爭確有如「溫泉關戰役」，將是一場改變世界的鬥爭。暫時撇開誇張的文學修辭，僅僅1個月，希臘政府債券的孳息率已經上升了接近150點子（1.5厘），升至1999年以來的高位（那時全球經濟景氣暢旺，通脹壓力正上升），引發了十分嚴峻的問題。

僅僅在上周一（1月25日），投資者對於認購6.25厘孳息率的5年期希臘政府債券，似乎相當踴躍（發行80億歐元，據報卻收到250億歐元的認購申請）。可是，自上周一以來，10年期的希臘政府債券的價格已經下跌了超過6.5%（以此計算，在4個交易期之後，這些債券投資者已輸掉了1年的利率），看來希臘政府債券的「投資者」是最善變的一群！

我們所得的資料顯示，那80億歐元的5年期希臘國債有四分之三是被外國人認購了，其中四分之一認購者報稱地址為倫敦。這些投資者是否受到中國政府可能會認購200億至250億歐元的希臘國債的傳聞影響，以為可以挾快錢而入市？無論如何，這個說法可以解釋到，為何中國否認計劃大額認購希臘國債後，後者的孳息率即上升了90點子（0.9厘）。

下一波的情形將會怎樣？經歷過墨西哥、泰國、韓國和阿根廷的債務危機後，我們不難察覺出一個共同



▼過去幾個月，市場已經假設了希臘等經合組織成員國，將需要好幾年來令財政狀況回復正常，但以希臘的情形看來，市場現在又好像不想給新政府太多時間。因為希臘街頭露宿者，當地經濟問題備受關注。（資料圖片）



現象。投資者要面對一個現實，希臘正處於一個重要的十字路口。這可以一個簡單的問題來說明：假如你是一個希臘存戶，所有收入都儲存在一家希臘銀行中，考慮到你的國家的債務情況，你會否繼續安心將畢生積蓄儲存在現時的存款機構？還是你會開始考慮，在一家外國銀行開設一個戶口，將你的儲蓄全數提取出來？

銀行若擠提 局勢便失控

這個問題的答案，很可能會主宰希臘債務危機的下一波發展。假如我們看到希臘的銀行擠提，投資者就必須接受危機已經失控，我們會面對一個更差的熊市。但假如希臘國民並沒有恐慌地提取或轉移積蓄，那麼歐盟便可能仍然有一線機會，以政治方法解決這危機。

什麼是以政治方法解決？答案很簡單，即是沒有方法。因此，如果歐盟要拯救希臘，歐盟的執行委員會、歐洲央行（ECB）及其他機構（如國際貨幣基金會IMF）便一定要大幅修改以往定下的（有關財政赤字的）守則。這就可能會引致歐元進一步下跌。

對我們來說，最重要的，是這會否引致一些政治後座力。在現階段，民選的政客可能正在衡量，他的選民會接受政府為救經濟再花多少錢，以及讓希臘的國債可擴大多少。

各國大幅減赤或成趨勢

最大的問題是，希臘的債務危機突顯了一個更大的問題。特別是，過去幾個月，市場已經假設了希臘、葡萄牙、西班牙和絕大多數其他的經濟合作及發展組織（OECD）成員國，將需要用上好幾年來令它們的財政狀況回復正常。

但以希臘的情形看來，市場現在又好像明顯決定了，不想給新政府太多時間。那麼，這到底是單一的個案，還是一個新趨勢的開始？若是後者，政府開支的減幅將比很多人現時預期的要大得多——回憶一下1997年的泰國和1998年的韓國。

坦白說，這些問題的答案誰也不敢肯定。這正是過去幾年我們為什麼經常說，投資者需要對沖的一天風險，就是歐洲一些弱國可能無力償還國債。隨着這些估計開始兌現，投資環境將變得更具挑戰性。